

广东恒健投资控股有限公司:

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款,在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上,我对贵公司“09恒健MTN1”和“13恒健CP001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定,此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级,评级展望为稳定,维持公司债券AAA的债项信用等级,维持短期融资券A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年七月二十一日

广东恒健投资控股有限公司 2014 年度跟踪评级报告

发行主体 广东恒健投资控股有限公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	债券存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
09 恒健 MTN1	100	2009/03/10~2017/03/10	AAA	AAA
13 恒健 CP001	10	2013/09/30~2014/09/30	A-1	A-1

概况数据

恒健投资 (合并口径)	2011	2012	2013 期初	2013	2014.3
总资产 (亿元)	1,458.13	1,488.37	1,488.37	1,607.36	1,629.31
所有者权益 (亿元)	553.40	631.11	631.11	799.21	819.75
总负债 (亿元)	904.73	857.26	857.26	808.15	809.56
总债务 (亿元)	739.76	729.95	729.95	684.15	680.12
营业总收入 (亿元)	534.31	545.94	545.94	558.30	126.54
EBIT (亿元)	72.28	99.42	99.42	130.57	--
EBITDA (亿元)	132.64	157.97	157.97	195.13	--
经营活动净现金流 (亿元)	123.80	121.21	121.21	148.05	23.54
营业毛利率 (%)	17.61	21.92	21.92	27.44	23.30
EBITDA/营业总收入 (%)	24.83	28.94	28.94	34.95	--
总资产收益率 (%)	5.17	6.75	6.75	8.44	--
资产负债率 (%)	62.05	57.60	57.60	50.28	49.69
总资本化比率 (%)	57.21	53.63	53.63	46.12	45.35
总债务/EBITDA (X)	5.58	4.62	4.62	3.51	--
EBITDA 利息倍数 (X)	3.72	3.83	3.83	5.09	--
恒健投资	2011	2012	2013 期初	2013	2014.3
总资产 (亿元)	393.35	445.15	456.55	588.41	587.86
所有者权益 (亿元)	268.31	318.16	329.56	456.15	455.71
总负债 (亿元)	125.04	126.99	126.99	132.25	132.15
总债务 (亿元)	114.25	118.52	118.52	121.80	121.40
营业总收入 (亿元)	0.01	0.02	0.02	0.06	0.00
EBIT (亿元)	6.14	5.74	5.74	6.08	--
经营活动净现金流 (亿元)	3.77	-6.69	-6.69	0.03	2.43
营业毛利率 (%)	100.00	62.24	62.24	100.00	--
总资产收益率 (%)	1.56	1.37	1.35	1.16	--
资产负债率 (%)	31.79	28.53	27.81	22.48	22.48
总资本化比率 (%)	29.86	27.14	26.45	21.07	21.04

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、2014 年一季报未经审计；3、合并口径，2011-2013 年将长期应付款中的融资租赁费计入总债务；4、母公司口径，长期股权投资 2013 年年初数较 2012 年末增加 11.40 亿元，主要是广东省国资委对粤电集团进行增资，2013 年初进行更正，同时资本公积等额增加。

分析师

项目负责人：毛菲菲 ffmao@ccxi.com.cn
 项目组成员：杨洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 7 月 21 日

基本观点

中诚信国际维持广东恒健投资控股有限公司（以下简称“恒健投资”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“09 恒健 MTN1”债项信用等级为 AAA、“13 恒健 CP001”债项信用等级为 A-1。

中诚信国际认为恒健投资在广东省国资系统中地位突出，政府支持有力；广东省经济财政实力持续增强为公司提供了有利的经营环境，并且公司资本市场业务稳步推进为其自身盈利能力提升奠定了良好基础。同时，中诚信国际关注公司对代持股份子公司的管控能力一般、创投业务退出节奏放缓等因素对公司信用的影响。

优势

- **继续向好的经营环境。**2013 年，广东省多项经济指标继续保持全国领先，全年实现生产总值 62,163.97 亿元，同比增长 8.5%；2013 年，广东省公共预算收入 7,075.54 亿元，同比增长 13.6%，持续增长的区域经济财政实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- **持续强有力的政府支持。**公司作为广东省属国有经济融资平台、国有投资发展平台、国有资产管理平台和国有资本运作平台，在广东省属国资企业中继续保持突出的地位，政府在重大项目投资、债券还本付息方面都给予了持续有力的支持。
- **资本市场业务贡献较多投资收益。**2013 年，公司资本市场业务回笼资金 1.60 亿元（含红利 1,911.7 万元），实现投资收益 5,732.32 万元（含红利）。截至 2014 年 3 月末，公司持有的 6 个定向增发项目市值 7.25 亿元，2014 年一季度回笼资金 2.80 亿元，实现投资收益 1.53 亿元，投资收益率达 120.62%。

关注

- **对下属子公司的管控能力尚需提升。**公司持有广东省粤电集团有限公司（以下简称“粤电集团”）76%的股权，但公司在电力产业经营管理方面缺乏经验，对粤电集团的管控能力一般。
- **受股票 IPO 暂停影响，创投业务退出节奏放缓。**目前，公司参与投资的创投项目总计 10 个，包括海事重工、浩蓝环保等已完成股改的项目，嘉诚物流、华强文化两个上市工作正在推进的项目。受股票 IPO 暂停影响，公司创投业务退出节奏放缓。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

本次评级结果自评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债务融资工具的存续期内进行定期跟踪评级。

募投项目进展情况

根据恒健投资 2009 年度第一期中期票据募集资金规定，中票资金主要用于广东省珠三角城际轨道交通项目建设，包括穗莞深城际轨道交通项目、莞惠城际轨道交通项目、佛山至肇庆城际轨道交通项目的建设。为此，经广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）批准，公司与广东省铁路建设投资集团有限公司（以下简称“铁投集团”）已投资组建广东省东南城际轨道交通有限公司（以下简称“东南公司”）和广东省西北城际轨道交通有限公司（以下简称“西北公司”），分别负责广东省珠三角地区城际轨道交通东南片网穗莞深、莞惠等项目的建设和西北片网广肇城际轨道佛山至肇庆段等项目的建设。

2011 年上述城际铁路项目公司变更。2010 年 9 月，广州铁路（集团）公司（以下简称“广铁集团”）和铁投集团出资设立广东珠三角城际轨道交通有限公司（以下简称“珠三角公司”）。2011 年 10 月，珠三角公司吸收合并东南公司和西北公司事项启动，2012 年 2 月珠三角公司吸收合并的工商变更手续完成。2013 年 5 月，铁投集团对珠三角公司增资 95 亿元。目前珠三角公司注册资本 475 亿元，其中，广铁集团代表铁道部方出资 190 亿元，持有珠三角公司 40% 股权；恒健投资出资 100 亿元，持有珠三角公司 21.05% 股权；铁投集团出资 185 亿元，持有珠三角公司 38.95% 股权。

珠三角公司继续负责穗莞深、莞惠、佛肇等珠三角城际轨道交通项目的建设和运营。上述吸收合并事件降低了公司对轨道交通资产的控制力，但对公司资产规模和综合实力影响较小，并且由珠三角公司负责项目建设和管理，公司后续不再投入资金，有利于项目的顺利推进和尽早贡献收益。截至 2014 年 3 月末，珠三角公司注册资本 475 亿元，恒健投资持股比例为 21.05%。截至 2014 年 6 月 30

日，恒健公司 2009 年第一期中期票据募集资金 100 亿元已全部按计划投入珠三角城际轨道交通建设。

近期关注

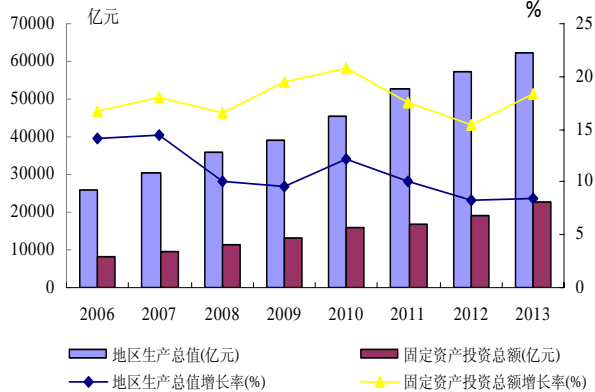
广东省经济财政实力不断增强，为公司的发展提供了良好的外部环境

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力连续多年居全国前列。广东省积极参与国际分工，努力与国际接轨，外向型经济已经取得举世瞩目的成就，已成为中国经济发展最快、对外经济贸易最发达、最具市场活力和投资吸引力的地区之一。

2006 年以来，广东省经济保持较快的发展，地区生产总值(GDP)增长率保持在 8% 以上。2013 年，广东省 GDP 为 62,163.97 亿元，比上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 3,047.51 亿元，增长 2.5%，对 GDP 增长的贡献率为 1.3%；第二产业增加值 29,427.49 亿元，增长 7.7%，对 GDP 增长的贡献率为 45.4%；第三产业增加值 29,688.97 亿元，增长 9.9%，对 GDP 增长的贡献率为 53.3%。三次产业结构为 4.9:47.3:47.8。2013 年，广东人均 GDP 达到 58,540 元，按平均汇率折算为 9,453 美元。

2013 年，广东省实现固定资产投资 22,858.53 亿元，比上年增长 18.3%。分三次产业看，第一产业投资 354.14 亿元，增长 29.2%；第二产业投资 7,446.06 亿元，增长 13.6%，其中，工业投资 7,365.66 亿元，增长 13.1%；第三产业投资 15,058.32 亿元，增长 20.5%。

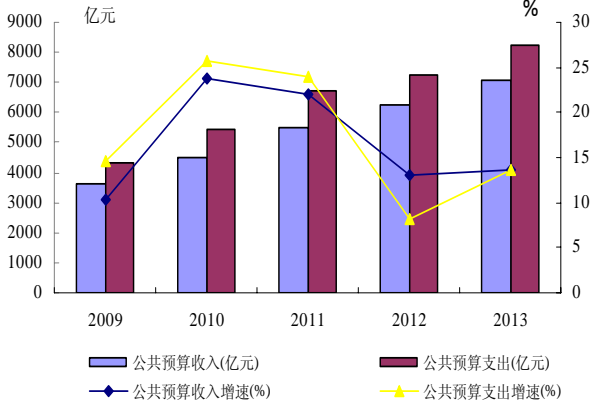
图 1：2006~2013 年广东省 GDP、固定资产投资总额及其增速



资料来源：广东省统计公报

尽管金融危机对我国对外贸易造成极大冲击，但广东省产业结构合理，提高了抵御外部风险能力。2009年以来，广东省公共预算收入增速保持在13%以上，2013年广东省公共预算收入为7,075.54亿元，公共预算支出为8,265.78亿元。

图 2：2009~2013 年广东省公共预算收支情况



资料来源：广东省财政厅

从公共预算收入构成来看，2011~2013年广东省分别实现公共预算收入 5,513.70 亿元、6,228.20 亿元 7,075.54 亿元；其中税收收入分别为 4,547.53 亿元、5,073.66 亿元和 5,762.75 亿元，受宏观经济持续低迷、广东省产业结构调整、“营改增”减税政策等方面影响，税收收入占比有所下降。

从税收收入构成来看，营业税、增值税是广东省税收最重要的税种，2013年两者合计占比接近总税收收入的40%。整体看来，营业税、增值税占总税收比重均有所下滑，主要原因在于近两年经济增长放缓、企业盈利能力有所下滑所致。

表 1：2011~2013 年广东省税收收入构成(单位：%)

项目名称	2011	2012	2013
增值税	15.41	15.65	14.97
营业税	31.46	30.68	23.12
企业所得税	18.20	17.56	13.71
个人所得税	7.51	6.36	5.43
其他	27.42	29.75	42.77

资料来源：国家统计局

从基金预算收入来看，2013年广东省政府性基金预算收入 3,673.72 亿元，完成年初预算的141.97%，同比增长 62.26%；政府性基金支出 3,370.10 亿元，完成年初预算的 128.61%，同比增长 54.68%。2013年，广东省土地市场出让节奏加

快，政府性基金收入支出大幅增长。

表 2：2011~2013 年广东省财政收支情况（单位：亿元）

项目名称	2011	2012	2013
地方财政收入			
公共预算收入	5,513.70	6,228.20	7,075.54
基金预算收入	2,310.71	2,264.03	3,673.72
地方财政支出			
公共预算支出	6,716.35	7,267.70	8,265.78
基金预算支出	2,248.54	2,178.78	3,370.10

资料来源：广东省财政厅

总体来看，广东省经济实力较强，近年来地区生产总值增长虽然有所放缓，但仍保持较高的增速，同时广东省公共预算收入情况较好，为公司的发展提供了良好的外部环境。

资产管理业务规模逐渐扩大，公司资产规模和质量均不断提升

作为广东省属国有资产管理平台，恒健投资受托持有粤电集团、中广核集团、中国广核电力股份有限公司（以下简称“中广核股份”）、韶关钢铁和湛江钢铁等国有股权。

表 3：截至 2014 年 3 月末公司股权管理情况

项目名称	持股 (%)	总资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
粤电集团	76	1,300.35	126.50	10.89
中广核集团	10	3,272.50	82.47	18.47
韶钢	49	261.44	53.37	-3.23
湛钢	10	220.81	0.29	-0.23

资料来源：公司提供

粤电集团成立于 2001 年 8 月，公司持有其 76% 的股权，其余 24% 的股权由中国华能集团持有。截至 2013 年末，粤电集团全资及控股电厂装机容量达 2,684.05 万千瓦，其中装机容量百万千瓦级以上的电厂 14 家。粤电集团现有全资、控股、参股单位 130 余家，并控股上市公司--广东电力发展股份有限公司（股票代码 000539、200539）。粤电集团核心产业涉及火电、水电、风电、核电、LNG 发电、生物质能发电、光伏发电等多种能源，遍布广东全境，并积极向省外和海外延伸。近年来，粤电集团积极实施相关多元化发展战略，不断优化产业结构，煤炭、航运、天然气、金融、环保等领域均取得突破性发展，推进产业链向主业上下游延伸。截至 2013 年末，粤电集团注册资本 215 亿元，总资

产 1,289.52 亿元，总负债 680.64 亿元；2013 年，粤电集团实现营业总收入 557.10 亿元、净利润 69.56 亿元。

中广核集团股权方面，根据 2011 年 12 月 14 日国务院国资委、广东省人民政府《关于理顺广东省所持中广核集团股权关系的专题会议纪要》，以及 2013 年国务院国资委、广东省人民政府与恒健投资签订的股权调整协议，对广东省人民政府持有的中广核集团 45% 的权益进行调整。权益调整后，广东省人民政府持有中广核集团 10% 的股权，调整出的 35% 的股权由国务院国资委承接，股权调整对价 80.70 亿元。2012 年，根据《广东省人民政府关于同意广东恒健投资控股有限公司代表省人民政府持有广东核电集团有限公司股权的批复》（粤府函[2012]349 号），同意由恒健投资代表广东省人民政府持有中广核集团 10% 的股权，2013 年 1 月 30 日已在国家工商总局完成工商变更登记。截至 2013 年末，中广核集团总资产 3,156.23 亿元、净资产 861.67 亿元；2013 年实现营业总收入 350.32 亿元、净利润 67.01 亿元。

中广核股份股权方面，2013 年 12 月 18 日中广核集团、恒健投资和中国核工业集团公司（以下简称“中核集团”）共同签署《关于发起设立中国广核电力股份有限公司的发起人协议》，三方约定中广核集团作为主发起人，联合恒健投资、中核集团以发起设立方式设立“中国广核电力股份有限公司”。2014 年 3 月 25 日，中广核股份在深圳市市场监督管理局注册成立。中广核股份总股本为 353 亿股，恒健投资以中广核集团股权部分对价款 50.55 亿元出资，占股份其总股本的 10%。

2011 年，广东省政府与宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”）签署相关协议，约定韶关钢铁、湛江钢铁的股权调整方案。2012 年，根据广东省国资委《关于我省所持韶钢集团 49% 股权和湛江钢铁 36.3375% 股权委托恒健公司持有的批复》，同意由恒健投资持有韶关钢铁和湛江钢铁的广东省方股权。2012 年，恒健投资减持湛江钢铁 9.07 亿元注册资本，将此资金全部用于对韶关钢铁的增资；本次变更后公司对韶关钢铁和湛江钢铁的实缴

资金分别为 13.43 亿元和 20 亿元。2012 年 10 月，宝山钢铁股份有限公司收购宝钢集团对湛江钢铁持有的全部股权，并于 2013 年 10 月对湛江钢铁单方面增资至 200 亿元；截至 2014 年 3 月末，韶关钢铁和湛江钢铁注册资本分别为 27.40 亿元和 200 亿元，恒健投资持有韶关钢铁 49% 股权和湛江钢铁 10% 股权。韶关钢铁和湛江钢铁的股权划入使得公司资产规模大幅增加，为公司更好地发挥省级融资平台和投资发展平台奠定了坚实的基础。

除上述省属国有股权管理以外，广东省政府原则上同意逐步将持有的南方电网股份委托给恒健投资持有。目前，南方电网股权持有工作正在推进中。

中诚信国际关注到恒健投资持股企业较多，资产质量优良，但是对电力、钢铁等产业经营管理方面缺乏经验，对代持股权企业的管控能力一般。

2013 年以来基金业务发展迅猛，项目资质优良

2013 年以来，恒健投资在基金投资、管理方面实现了较大的突破，成了多家基金公司，参与省内外重大项目投资。2012 年 8 月，广东恒信基金管理有限公司（以下简称“恒信公司”）成立，发起并管理广东恒坤发展投资基金有限公司（以下简称“恒坤基金”）；设立广东恒和基金管理有限公司（以下简称“恒和公司”），发起并管理广东恒怡旅游文化产业基金有限公司（以下简称“恒怡基金”）；设立广东恒健资产管理有限公司（以下简称“恒健资产”），发起并管理广东恒秀股权投资基金（有限合伙）（以下简称“恒秀基金”）、广东恒旭股权投资基金（有限合伙）（以下简称“恒旭基金”）。

表 4：公司基金业务情况

基金名称	基金管理公司	已募资金 (亿元)
恒坤基金	恒信公司	2.00
恒怡基金	恒和公司	0.50
恒秀基金	恒健资产	13
恒旭基金	恒健资产	40

资料来源：公司提供

为了管理政府引导基金和市场化股权投资基金，确保国有资本的保值增值、再投资的良性循环和社会投资者的投资收益，2012 年广东省国资委批

准恒健投资全资发起设立恒信公司。恒信公司于 2013 年 4 月发起第一支基金--恒坤基金，总规模为 30 亿元人民币，分三期募集，首期规模 6 亿元人民币，恒健投资已发起设立出资 2 亿元人民币。2013 年，恒坤基金成功参与多家省属企业优质项目的投资。另外，恒信公司目前正在进行多个项目的调研工作，项目储备较为充足。

为利用好、把握好国家产业政策调整，恒健投资适时进入旅游产业。2013 年 10 月 31 日，由恒健投资控股 60%与广东省中国旅行社股份有限公司共同设立恒和公司。恒和公司发起设立恒怡基金，总规模 30 亿元人民币，重点投资广东省内旅游文化行业，广东省县级以上人民政府重点推荐项目。恒怡基金首期规模 5,000 万元人民币，已完成募集。

2013 年 11 月，恒健投资设立全资子公司恒健资产；同年 12 月，恒健资产分别出资 0.20 亿元和 0.10 亿元，发起设立规模为 13 亿元的恒秀基金以及规模为 40 亿元的恒旭基金，投资于广东省属国有国资系统优质项目。目前，恒秀基金、恒旭基金资金已全部募集到位，并完成项目投资。

总体来看，公司基金投资业务与广东省国有企业以及专业投资公司合作，项目资质优良，具有较大的发展潜力。

受股票 IPO 暂停影响，公司创投业务退出节奏放缓

公司的创业投资业务主要包含 PE、VC 业务以及为实施公司战略目标或通过资本运作手段获得超额利润而进行的阶段性股权投资业务。创业投资业务是公司的基本主业，以创造效益为中心。2011 年，公司成立全资子公司恒健创投，作为创业投资和股权投资平台。恒健创投成立后，积极挖掘潜在股权投资项目，为公司投资并积累了一定数量的优质储备项目。

恒健创投依托恒健投资的专业优势及国资背景特有的资源优势，为所投资企业提供系列优质增值服务，协助投资企业规范公司治理，完善内控制度，推动企业改制上市等。截至 2013 年末，公司创投业务总投资达 7.86 亿元，其中宏大爆破于 2012

年 6 月 12 日在中小板成功上市，成为公司首个 IPO 上市的股权投资项目，并于 2013 年 9 月末全部顺利退出，累计回笼资金 20,843.53 万元，实现投资收益 16,589.94 万元（含历年红利 276.59 万元）。目前，公司参与投资的项目总计 10 个，包括海事重工、浩蓝环保、广物汽贸等已完成股改的项目，嘉诚物流、华强文化两个上市工作正在推进的项目。受股票 IPO 暂停影响，公司创投业务退出节奏放缓。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2011 年审计报告、经广东正中珠江会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012~2013 年审计报告，以及未经审计的 2014 年一季度财务报表。公司财务报表按照新准则编制。

作为重要的并表企业，粤电集团是公司合并口径报表的重要组成部分，但由于公司对粤电集团控制力较弱，因此财务分析将着重考虑母公司口径数据。母公司口径，长期股权投资 2013 年期初数较 2012 年末增加 11.40 亿元，主要是省国资委对粤电集团进行增资，2013 年初进行更正，同时资本公积等额增加；以下分析中 2012 年数据采用 2013 年期初调整数据。

资本结构

公司近年获得广东省政府的大力支持，资产规模增长较快。截至 2014 年 3 月末，公司总资产为 1,629.31 亿元，总负债为 809.56 亿元，所有者权益为 819.75 亿元。其中，粤电集团的总资产 1,300.35 亿元、总负债 681.81 亿元、所有者权益 618.54 亿元，分别占公司规模的 79.81%、84.22%和 75.45%。

从母公司口径来看，截至 2014 年 3 月末母公司总资产为 587.86 亿元，总负债为 132.15 亿元，所有者权益为 455.71 亿元。与 2011 年末相比，分别增长了 49.45%、5.69%和 69.84%。母公司在资产和股东权益迅速增加的同时保持了较为稳定的负债水平，这与广东省国资委的大力支持密切相关。

从资产构成来看，作为投资控股型公司，长期股权投资为其主要的资产构成。2011~2013 年，母公司

长期股权投资分别为 376.36 亿元、433.70 亿元和 486.47 亿元，分别占母公司总资产的 95.68%、95.00% 以及 82.68%。母公司长期股权投资的增加主要是由于划入韶关钢铁、湛江钢铁以及中广核集团的股权。此外，2013 年母公司其他应收款较起初增加 83.68 亿元，主要是国务院国资委应付中广核集团股权对价款 80.70 亿元尚未支付所致。

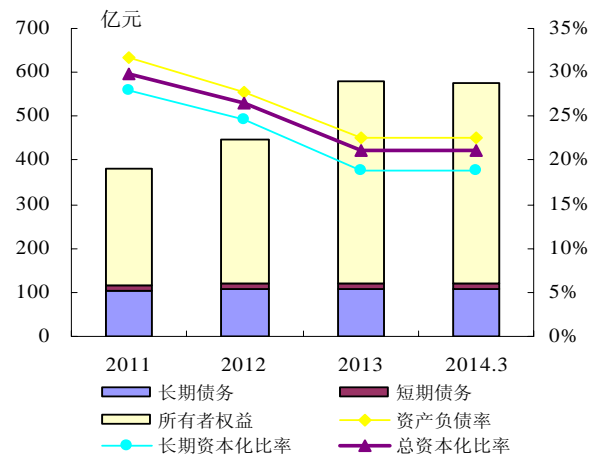
2011~2014 年 3 月末，母公司负债总额分别为 125.04 亿元、126.99 亿元、132.25 亿元和 132.15 亿元，总体看来母公司负债规模较为稳定。截至 2014 年 3 月末，母公司流动负债占总负债比重为 19.76%，主要为短期借款（含短期融资券）、其他应付款和应付利息，上述三个科目分别为 15.40 亿元、6.56 亿元和 3.93 亿元。母公司非流动负债主要为应付债券，截至 2014 年 3 月末，应付债券为 106 亿元，分别为 100 亿元“09 恒健 MTN1”和 6 亿元私募债，占非流动负债比重为 99.96%。从债务期限结构上看，2011~2014 年 3 月末，母公家长短期债务比（短期债务/长期债务）分别是 0.10、0.10、0.15 和 0.15。由于短期债务占比较低，母公司短期偿债压力不大。

2011~2014 年 3 月末，母公司所有者权益分别为 268.31 亿元、329.56 亿元、456.15 亿元和 455.71 亿元。2012 年以来，广东省国资委不断通过委托持股等形式将优质资产注入母公司，是母公司权益持续增加的根本原因。2012 年，韶关钢铁、湛江钢铁股权划入，使得增加资本公积约 45 亿元；2013 年中广核集团股权划入，使得增加资本公积约 47 亿元。

从资产负债结构上看，母公司资产负债率稳中有降。2011~2014 年 3 月末，资产负债率分别为 31.79%、27.81%、22.48%和 22.48%。长期资本化比率和总资本化比率亦呈现出逐渐下降的趋势，并且在近两年下降速度趋快。母公司的负债水平在行业中属于较低水平，资本结构较为合理。

总体看来，母公司在广东省国资委支持下资产规模保持一定增速，负债水平稳定，资本结构优化，具备一定的财务弹性。

图 3：2011~2014 年 3 月母公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

盈利能力

从合并口径来看，受近年中国经济增速放缓，电力行业景气度下降影响，粤电集团经营受到影响，营业总收入增速有所放缓，公司营业总收入也相应受到影响。2013 年，公司实现营业总收入为 558.30 亿元，同比增速仅为 2.26%；粤电集团营业总收入为 557.10 亿元，占公司营业总收入的 99.79%。2014 年一季度，公司营业总收入为 126.54 亿元，同比上升 9.37%。同时，公司毛利率近年有所波动，2011~2013 年以及 2014 年一季度分别为 17.61%、21.92%、27.44%和 23.30%，与粤电集团毛利率变化趋势一致。

从母公司口径来看，恒健投资作为省政府最大国有资产经营管理主体，业务范围主要为资产管理，母公司营业收入以资金占用费为主，收入规模很小，2011~2013 年营业总收入分别为 0.01 亿元、0.02 亿元和 0.06 亿元。

2011~2014 年一季度，母公司三费合计分别为 6.46 亿元、5.98 亿元、5.66 亿元和 4.75 亿元，主要是母公司为发行债券以及借款产生的财务费用。2011~2014 年一季度母公司财务费用分别为 5.51 亿元、5.53 亿元、5.10 亿元和 4.59 亿元。2011 年，母公司财务费用大幅上升主要由于中票利息计入财务费用。2012 年，母公司管理费用下降 0.47 亿元，主要得益于母公司行政开支的缩减。

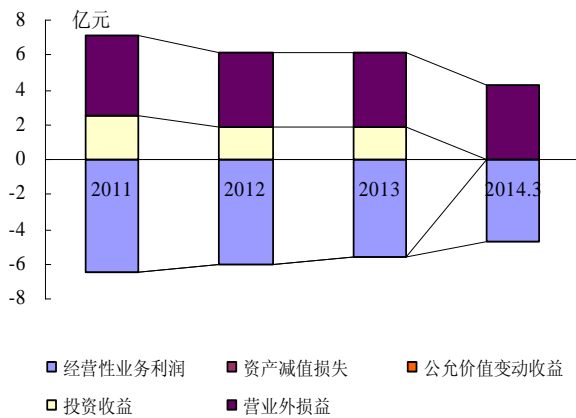
表 5：2011~2014 年 3 月母公司期间费用分析

项目名称	2011	2012	2013	2014.3
销售费用（亿元）	0.02	0.00	--	--
管理费用（亿元）	0.93	0.46	0.56	0.16
财务费用（亿元）	5.51	5.53	5.10	4.59
三费合计（亿元）	6.46	5.98	5.66	4.75

资料来源：公司财务报告

母公司利润来源主要依靠投资收益和营业外损益，2011~2013 年，投资收益分别为 2.55 亿元、1.88 亿元和 1.88 亿元，营业外损益分别为 4.56 亿元、4.28 亿元和 4.29 亿元，自 2011 年起将财政拨款支付的支付中票利息的资金 4.30 亿元计入营业外收入引起营业外损益大幅上涨。

图 4：2011 年~2014 年 3 月母公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，受粤电集团业务影响公司整体盈利能力有所下滑，但母公司依靠投资收益仍具备较好的盈利能力。

现金流

从合并口径来看，受粤电集团业务影响，公司经营活动净现金流始终保持净流入状态，2011~2014 年一季度经营活动净现金流分别为 123.80 亿元、121.21 亿元、148.05 亿元和 23.54 亿元，其中粤电集团占比 90% 左右。2012 年和 2013 年由于粤电集团利用自有资金偿还大量银行借款，造成公司筹资活动净现金流流出大幅加，分别为 -85.41 亿元和 -86.57 亿元。

从母公司口径来看，2011~2014 年一季度，母公司经营活动净现金流分别为 3.77 亿元、-6.69 亿元、0.03 亿元和 2.43 亿元。2012 年，母公司与下

属企业往来较多致使经营活动现金大量流出。

2011~2014 年一季度，母公司投资活动净现金流分别为 -33.75 亿元、7.56 亿元、-3.39 亿元和 0.00。2011 年，母公司参与定向增发、创业投资等项目较多，投资活动现金流出较大。2012 年，母公司出售部分已解禁的定向增发股权使投资活动现金流入增加。

表 6：2011 年~2014 年 3 月母公司现金流量情况（亿元）

项目名称	2011	2012	2013	2014.3
经营现金流入	13.00	9.60	13.58	4.18
经营现金流出	9.23	16.28	13.55	1.75
经营净现金流	3.77	-6.69	0.03	2.43
投资现金流入	8.37	19.37	5.19	0.01
投资现金流出	42.12	11.81	8.58	0.01
投资净现金流	-33.75	7.56	-3.39	0.00
筹资现金流入	10.25	20.50	21.11	5.90
其中：吸收投资	0.25	--	--	--
借款	10.00	20.32	20.80	1.60
筹资现金流出	16.81	17.25	18.96	6.38
其中：偿还债务	15.62	16.05	17.52	2.00
筹资净现金流	-6.56	3.26	2.14	-0.48

资料来源：公司财务报告

偿债能力

从合并口径来看，公司资产负债率由 2011 年末的 62.05% 大幅下降至 2014 年 3 月末的 49.69%；从偿债指标来看，2013 年末公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、总债务/经营活动净现金流、经营活动净现金流利息保障倍数分别为 3.51 倍、5.09 倍、4.62 倍、3.87 倍，其偿债能力一般。

从母公司口径来看，母公司资产负债率持续下降，截至 2014 年 3 月末资产负债率为 22.48%，债务负担较小。母公司总债务对经营活动净现金流覆盖较差，自身盈利能力对债务支撑能力有限。2011~2013 年，母公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.68 倍、-1.21 倍和 0.01 倍，母公司自身经营活动净现金流对债务本息的保障能力偏弱，但政府强有力的财政支持、较强的资本运作能力、实业投资可能获得回报等有利因素会对母公司的偿债能力形成强有力的支撑。

表 7：2011~2014 年 3 月母公司偿债能力分析

项目名称	2011	2012	2013	2014.3
长期债务（亿元）	104.25	108.00	106.00	106.00
总债务（亿元）	114.25	118.52	121.80	121.40
资产负债率（%）	31.79	27.81	22.48	22.48
总债务/经营活动净现金流（X）	30.29	-17.73	3,905.25	--
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	0.68	-1.21	0.01	--

资料来源：公司财务报告

截至 2014 年 3 月末，母公司银行授信总额为 67.70 亿元，已使用 21.90 亿元，尚有 45.80 亿元余额。

或有负债方面，截至 2014 年 3 月末母公司无对外担保。

过往债务履约情况

截至 2014 年 3 月末，母公司待偿还债务融资工具余额为中期票据 100 亿元、短期融资券 10 亿元、非公开定向债务融资工具 6 亿元。截至目前，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

根据公司提供的《基本信用信息报告》，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

结论

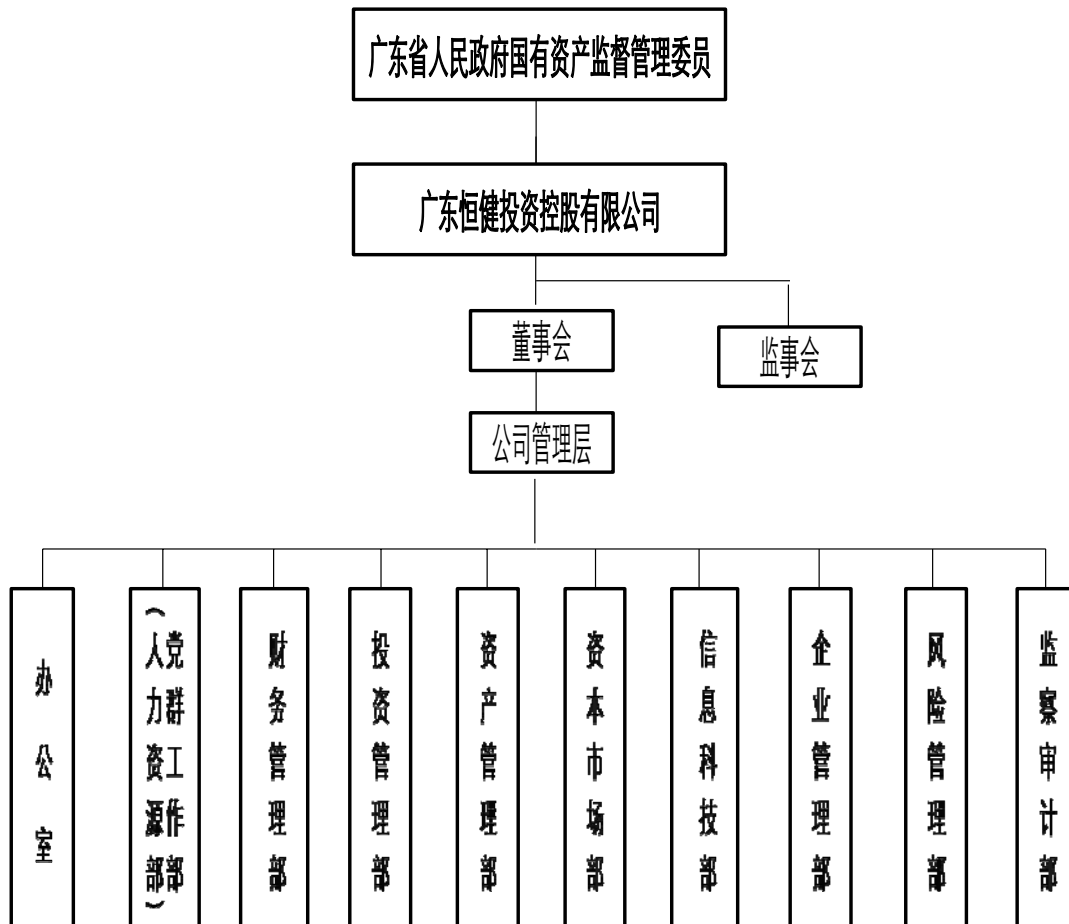
综上，中诚信国际维持恒健投资主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“09 恒健 MTN1”债项信用等级为 AAA、“13 恒健 CP001”债项信用等级为 A-1。

附一：广东恒健投资控股有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月末）

状态	企业名称	持股比例 (%)	
全资	广东恒健创业投资有限公司	100	
	广东恒钜节能环保投资有限公司	100	
	广东恒健资本管理有限公司	100	
	广东恒旺投资发展有限公司	100	
	恒健国际投资控股(香港)有限公司	100	
	广东恒健资产管理有限公司	100	
	广东恒荣农业发展有限公司	100	
	广东省机电设备招标中心	100	
	深圳市广恒顺投资有限公司	100	
	广东恒信基金管理有限公司	100	
	广东恒坤发展投资基金有限公司	100	
	佛山顺德恒健医疗产业建设开发有限公司	100	
	控股	广东粤电集团有限公司	76.00
		广东恒健核子医疗产业有限公司	84.76
广东恒健保险经纪有限公司		51.00	
广东恒健云侨科技发展有限公司		51.00	
广东恒怡旅游文化产业基金有限公司		60.00	
广东恒和基金管理有限公司		60.00	
参股	中国广核集团有限公司	10.00	
	宝钢集团广东韶关钢铁有限公司	49.00	
	宝钢湛江钢铁有限公司	10.00	
	中航通用飞机有限责任公司	10.00	
	广东珠三角城际轨道交通有限公司	21.05	
	红河广源马堵山水电开发有限公司	21.74	
	广物汽贸股份有限公司	1.00	
	广东省南方稀土储备供应链管理有限公司	20.00	
	广东华隧建设股份有限公司	4.785	
	广新海事重工股份有限公司	7.838	
	广东恒尚投资管理有限公司	45.00	
	广东恒正投资有限公司	20.00	
广东恒广源投资有限公司	42.00		

资料来源：公司提供

附二：广东恒健投资控股有限公司组织结构图（截至 2014 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：广东恒健投资控股有限公司主要财务数据与财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013 期初	2013	2014.3
货币资金	1,652,769.89	1,470,870.76	1,470,870.76	1,231,571.54	1,264,008.78
交易性金融资产	104.55	14,399.93	14,399.93	39,811.62	10,618.52
应收账款净额	637,233.81	525,598.38	525,598.38	583,280.08	681,151.51
存货净额	410,870.18	428,528.22	428,528.22	351,487.91	387,806.12
其他应收款	112,344.66	144,408.95	144,408.95	902,335.52	964,912.48
长期投资	2,851,922.93	3,412,187.71	3,412,187.71	4,132,526.77	4,225,666.41
固定资产(合计)	8,303,194.60	8,175,469.78	8,175,469.78	7,950,605.93	7,868,042.74
总资产	14,581,286.95	14,883,721.59	14,883,721.59	16,073,559.81	16,293,108.23
其他应付款	575,598.77	450,497.47	450,497.47	430,425.53	424,643.45
短期债务	2,061,935.48	2,100,847.71	2,100,847.71	2,116,026.36	1,847,023.14
长期债务	5,335,615.72	5,198,651.18	5,198,651.18	4,725,473.19	4,954,221.89
总债务	7,397,551.20	7,299,498.89	7,299,498.89	6,841,499.56	6,801,245.04
净债务	5,744,781.31	5,828,628.14	5,828,628.14	5,609,928.01	5,537,236.25
总负债	9,047,298.31	8,572,599.70	8,572,599.70	8,081,451.22	8,095,640.62
财务性利息支出	296,387.84	361,245.04	361,245.04	365,013.77	--
资本化利息支出	60,091.95	51,552.33	51,552.33	17,983.14	--
所有者权益(含少数股东权益)	5,533,988.64	6,311,121.88	6,311,121.88	7,992,108.59	8,197,467.61
营业总收入	5,343,110.86	5,459,358.96	5,459,358.96	5,582,984.06	1,265,357.25
主营业务利润(三费前利润)	892,726.99	1,152,507.26	1,152,507.26	1,482,403.78	284,578.50
投资收益	85,716.65	41,088.40	41,088.40	72,214.46	20,888.01
EBIT	722,770.80	994,186.68	994,186.68	1,305,748.14	--
EBITDA	1,326,449.64	1,579,694.78	1,579,694.78	1,951,252.72	--
经营活动产生现金净流量	1,238,043.82	1,212,121.87	1,212,121.87	1,480,539.77	235,392.20
投资活动产生现金净流量	-1,905,153.54	-557,920.66	-557,920.66	-805,973.01	-113,430.51
筹资活动产生现金净流量	704,603.78	-854,119.18	-854,119.18	-865,712.75	-42,803.13
现金及现金等价物净增加额	37,537.90	-198,608.16	-198,608.16	-192,829.98	79,547.21
资本支出	948,736.82	494,286.62	494,286.62	585,279.48	120,705.25
财务指标	2011	2012	2013 期初	2013	2014.3
营业毛利率(%)	17.61	21.92	21.92	27.44	23.30
三费收入比(%)	9.63	10.65	10.65	10.48	13.65
EBITDA/营业总收入(%)	24.83	28.94	28.94	34.95	--
总资产收益率(%)	5.17	6.75	6.75	8.44	--
流动比率(X)	0.80	0.83	0.83	1.02	1.16
速动比率(X)	0.69	0.70	0.70	0.91	1.03
存货周转率(X)	12.26	10.16	10.16	10.39	--
应收账款周转率(X)	8.72	9.39	9.39	10.07	--
资产负债率(%)	62.05	57.60	57.60	50.28	49.69
总资本化比率(%)	57.21	53.63	53.63	46.12	45.35
短期债务/总债务(%)	27.87	28.78	28.78	30.93	27.16
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.17	0.17	0.22	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.60	0.58	0.58	0.70	--
经营活动净现金/利息支出(X)	3.47	2.94	2.94	3.87	--
总债务/EBITDA(X)	5.58	4.62	4.62	3.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.64	0.75	0.75	0.92	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.72	3.83	3.83	5.09	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、2014 年一季度未经审计；3、2011 年和 2012 年将长期应付款中的融资租赁费计入总债务。

附四：广东恒健投资控股有限公司主要财务数据与财务指标（母公司口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013 期初	2013	2014.3
货币资金	18,887.67	60,203.59	60,203.59	46,112.89	67,547.55
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	4.50	3.50	3.50	2.50	2.50
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	49,413.94	95,321.48	95,321.48	932,094.07	907,205.92
长期投资	3,860,395.56	4,290,274.08	4,404,274.08	4,899,013.34	4,899,013.34
固定资产(合计)	373.36	248.79	248.79	208.08	192.21
总资产	3,933,528.94	4,451,496.18	4,565,496.18	5,884,050.89	5,878,563.49
其他应付款	65,301.79	39,177.85	39,177.85	64,614.02	65,577.39
短期债务	100,000.00	105,200.00	105,200.00	158,000.00	154,000.00
长期债务	1,042,500.00	1,080,000.00	1,080,000.00	1,060,000.00	1,060,000.00
总债务	1,142,500.00	1,185,200.00	1,185,200.00	1,218,000.00	1,214,000.00
净债务	1,123,612.33	1,124,996.41	1,124,996.41	1,171,887.11	1,146,452.45
总负债	1,250,400.06	1,269,874.43	1,269,874.43	1,322,515.76	1,321,510.92
财务性利息支出	55,386.00	55,479.85	55,479.85	55,088.15	0.00
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	2,683,128.89	3,181,621.75	3,295,621.75	4,561,535.13	4,557,052.58
营业总收入	64.19	180.03	180.03	637.00	0.00
主营业务利润(三费前利润)	60.33	102.06	102.06	601.65	0.00
投资收益	25,513.45	18,817.23	18,817.23	18,827.32	10.40
EBIT	61,427.32	57,384.81	57,384.81	60,778.21	41,400.86
EBITDA	61,427.32	57,384.81	57,665.15	60,928.74	41,400.86
经营活动产生现金净流量	37,717.35	-66,862.73	-66,862.73	311.89	24,315.19
投资活动产生现金净流量	-337,467.05	75,615.75	75,615.75	-33,899.91	12.05
筹资活动产生现金净流量	-65,634.98	32,562.91	32,562.91	21,442.33	-4,837.60
现金及现金等价物净增加额	-365,384.68	41,315.92	41,315.92	-12,145.69	19,489.65
资本支出	295.94	173.80	173.80	56.64	61.10
财务指标	2011	2012	2013 期初	2013	2014.3
营业毛利率(%)	100.00	62.24	62.24	100.00	--
三费收入比(%)	100,696.35	33,236.53	33,236.53	8,885.47	--
总资产收益率(%)	1.56	1.37	1.35	1.16	--
流动比率(X)	0.35	0.86	0.86	3.75	3.74
速动比率(X)	0.35	0.86	0.86	3.75	3.74
应收账款周转率(X)	1.23	45.01	45.01	212.33	--
资产负债率(%)	31.79	28.53	27.81	22.48	22.48
总资本化比率(%)	29.86	27.14	26.45	21.07	21.04
短期债务/总债务(%)	8.75	8.88	8.88	12.97	12.69
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	-0.06	-0.06	0.00	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.38	-0.64	-0.64	0.00	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.68	-1.21	-1.21	0.01	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、2014年一季报未经审计；3、长期股权投资2013年期初数较2012年末增加11.40亿元，主要是省国资委对粤电集团进行增资，2013年初进行更正，同时资本公积等额增加。

附五：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本合计/存货平均净额

应收账款周转率=营业总收入净额/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。